

# شناسایی عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام (مرور ادبیات)

پذیرش: ۹۸/۳/۲۵

دریافت: ۹۷/۱۱/۱۰

جمال قاسمی<sup>۱</sup>، نویسنده مسئول  
سروه فرزاد<sup>۲</sup>

## چکیده

سهام، نسبت کیوتو بین، تداوم انتخاب حسابرس، تخصص حسابرس در صنعت، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه رییس هیأت مدیره، بدهی های کوتاه مدت، سررسید بدهی، پرداخت سود سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. در حالی که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی، ناهمگنی عقاید سرمایه گذاران، اظهار نظر تعدیل شده، تجدید سازمان، هزینه اختیاری غیر عادی، جریان های نقدی عملیاتی غیر عادی، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره، ضعف های عمده کنترل داخلی، نقدشوندگی، اطمینان بیش از حد مدیریتی، عدم تقارن اطلاعاتی، مراحل رشد و افول، اجتناب از مالیات، تمرکز مالکیت، راهبرد تجاری اکتشافی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد همچنین بین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی، نسبت قیمت به سود هر سهم، میانگین بازده واقعی، با خطر سقوط قیمت سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

هدف از انجام پژوهش حاضر، مروری بر مبانی نظری، نظریه های مربوط به خطر سقوط قیمت سهام و ادبیات موضوع در داخل کشور هست. این بررسی نشان داد که طی ده سال گذشته مطالعات زیادی در زمینه خطر سقوط قیمت سهام در داخل کشور انجام گرفته است و در اکثر مطالعات پیشین توجه اصلی بر روی عوامل مؤثر بر خطر سقوط قیمت سهام بوده و تحقیقات بسیار کمی در رابطه با روش مورداستفاده برای پیش بینی خطر سقوط قیمت سهام انجام شده است. همچنین از روش های مختلف اندازه گیری خطر سقوط قیمت سهام استفاده شده اما نتیجه گیری ها بر مبنای روش های مختلف اندازه گیری خطر سقوط قیمت سهام، به تفکیک بررسی نشده است. بررسی این مطالعات نشان می دهد که متغیرهایی مانند محافظه کاری، مدیریت سرمایه در گردش، سرمایه گذاران نهادی، کیفیت حسابرسی، انعطاف پذیری مالی، سودآوری، بازده دارایی ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش دفتری حقوق صاحبان

طبقه بندی JEL: M410

خطر سقوط قیمت سهام / چولگی منفی بازده سهام / نوسان پایین به بالا / سیگمای حداکثری

## ۱. مقدمه: طرح مسأله

بی‌تردید امروزه بیشترین مقدار سرمایه از طریق بورس‌ها در تمام جهان مبادله می‌شود. به علاوه بورس به عنوان ابزار سرمایه‌گذاری، هم برای سرمایه‌گذاران کلان و هم برای عموم مردم در دسترس است [۱]. بورس نه تنها از عوامل کلان، بلکه از هزاران عامل دیگر نیز متأثر می‌شود. تعداد زیاد و ناشناخته بودن عوامل مؤثر بر بورس، موجب عدم اطمینان در زمینه سرمایه‌گذاری شده است. پژوهش‌های انجام شده توسط السن [۲] (۱۹۹۷) و کانی و همکاران [۳] (۲۰۰۵)، نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران، احتمال زیان بیشتر را به عنوان منبع اولیه خطر سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی می‌کنند، این مطلب دلالت بر این دارد که سقوط، اولین عامل ایجادکننده نگرانی برای سرمایه‌گذاران به شمار می‌آید؛ بنابراین ریسک ریزش قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران به حساب می‌آید و شواهد مرتبط با پیش‌بینی سقوط قیمت سهام اهمیت حیاتی دارد. افزایش پدیده ریزش قیمت سهام، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود که این مسأله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منبع سرمایه‌گذاران توسط آن‌ها از بورس اوراق بهادار شود. همچنین برخلاف ریسک‌هایی که از نوسانات سیستماتیک ناشی می‌گردند، با تنوع‌بخشی نمی‌توان آن را کاهش داد [۴]؛ بنابراین دانستن علل وجود این پدیده، راه‌کارهایی که از بروز این پدیده در بازارهای سرمایه جلوگیری به عمل می‌آورد و نیز مدل‌هایی که بتوانند این پدیده را پیش‌بینی کنند از اهمیت به‌سزایی برای اداره‌کنندگان بازار سرمایه برخوردار است. خطر سقوط قیمت سهام که به عنوان یک رخداد نامطلوب تعریف می‌شود، یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام سهام موجود در بازار را شامل می‌شود [۵]، در واقع ریسک سقوط قیمت سهام، شاخصی برای اندازه‌گیری عدم تقارن در ریسک محسوب می‌شود و از اهمیت فراوانی در تحلیل پرتفوی و

قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای برخوردار است [۶]. همچنین اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک، مستلزم درک ریسک سقوط قیمت سهام است. بر اساس مفهوم ریسک سقوط قیمت سهام، برخی شرکت‌ها (بنا به دلایل مختلفی از جمله مالیات، پاداش مدیران، روش‌های حسابداری متهورانه) تمایل دارند اخبار بد را پنهان کنند، باین حال همواره یک سطح نهایی برای پنهان کردن اخبار بد در شرکت وجود دارد و با رسیدن به آن سطح نهایی، اخبار بد یک‌باره منتشر خواهد شد که این موضوع موجب سقوط قیمت سهام شرکت می‌شود [۷]. با توجه به اهمیت ریسک سقوط در مسائلی نظیر مدیریت پرتفوی و قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر آن پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش‌ها حاکی از آن است که ویژگی‌های شرکت و انگیزه‌های مدیریتی از جمله عدم شفافیت در گزارشگری مالی [۸]، اجتناب مالیاتی شرکت [۹]، مزایای شغلی مدیران [۱۰] و محافظه‌کاری حسابداری [۱۱] از عوامل اثرگذار بر ریسک سقوط قیمت سهام به شمار می‌روند؛ بنابراین شناسایی عوامل مؤثر بر این پدیده و همچنین پیش‌بینی مناسب آن می‌تواند کمک شایانی به تصمیم‌گیران و سرمایه‌گذاران بورس نماید. هدف از انجام پژوهش حاضر، مروری بر مبانی نظری، نظریه‌های مربوط به خطر سقوط قیمت سهام، ادبیات موضوع در داخل کشور می‌باشد که این مطالعات بر مبنای نتایج به دست آمده در چهار گروه شامل، مطالعاتی که در آن‌ها متغیرها رابطه مثبت و معنی‌داری با خطر سقوط قیمت سهام دارند، مطالعاتی که در آن‌ها متغیرها رابطه منفی و معنی‌داری با خطر سقوط قیمت سهام دارند، مطالعاتی که نتایج آن‌ها بیانگر عدم رابطه معنی‌دار بین متغیرهای مورد بررسی و خطر سقوط قیمت سهام بوده است و در نهایت سایر مطالعات که در آن‌ها رابطه بین متغیرهای مستقل با خطر سقوط قیمت سهام مدنظر نبوده، بلکه روش‌های پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفته است، مورد بررسی قرار گرفت.

## ۲. مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ریزش قیمت سهام به عنوان پدیده‌ای که در آن تجدیدنظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت رخ می‌دهد، یاد می‌شود. تعریف سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است: الف- سقوط قیمت سهام یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد. ب- این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند. ج- سقوط قیمت سهام یک پدیده واگیردار در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص منحصر نمی‌شود، بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود [۵]. هریک از ویژگی‌های سه‌گانه فوق، در مجموعه‌ای از حقایق تجربی، مستدل و قوی ریشه دارند. در رابطه با ویژگی نخست، هانگ و استین [۱۲] (۲۰۰۳)، بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص *S&P 500* رخ داده است و به‌ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است. به‌گونه‌ای مشابه فرنج و رول [۱۳] (۱۹۸۶) تأکید می‌کنند که در بسیاری از موارد تبیین تغییرات قیمت سهام به وسیله افشای اطلاعات مربوط به یک رویداد خاص، بسیار دشوار است [۱۴]. ویژگی دوم تعریف فوق ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است. بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیش‌تر به صورت کاهش و کمتر به صورت افزایش بوده است؛ به عبارت دیگر، بازده بازار بیش‌تر در معرض کاهش و کمتر در معرض افزایش بوده است. این عدم تقارن به دو طریق قابل اثبات است. نخست از طریق مشاهده‌ی مستقیم داده‌های تاریخی مربوط به بازده بازار، می‌توان این عدم تقارن را به وضوح ملاحظه کرد. بررسی داده‌های مزبور نشان می‌دهد که از ۱۰ تغییر بزرگی که بعد از سال ۱۹۴۷ در شاخص *S&P 500* رخ داده است، نه مورد آن‌ها کاهش بوده است. به‌طورکلی بخش وسیعی از ادبیات مربوط به بازار سهام،

بیانگر آن است که سقوط بازده سهام در طول زمان نشان‌دهنده چولگی منفی یا نوسان نامتقارن است [۵]. روش دیگر اثبات وجود عدم تقارن در تغییرات بازده بازار، بررسی قیمت اوراق اختیار خرید سهام است. روند این قیمت‌ها با فرض نرمال بودن قیمت‌ها در بلندمدت که در مدل قیمت‌گذاری اختیار خرید سهام بلک شولز [۱۵] (۱۹۷۳) بر آن تأکید شده است، مغایرت دارد. از این رو روند قیمت اوراق اختیار خرید سهام، بیانگر وجود چولگی منفی در بازده این نوع اوراق بهادار است [۱۲]. سومین ویژگی تعریف سقوط قیمت سهام این است که سقوط پدیده‌ای است که تمام بازار را در برمی‌گیرد. بدین معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند. داف [۱۶] (۱۹۹۵)، بیان می‌کند که این موضوع به این دلیل است که در زمان وقوع پدیده سقوط، همبستگی بین انواع سهام موجود در بازار افزایش می‌یابد، کلی [۱۷] (۱۹۹۴) اثبات کرد که بررسی روند داده‌های تاریخی مربوط به قیمت بازار اوراق اختیار خرید سهام نشان می‌دهد که در مواردی که شاخص قیمت اختیار خرید سهام با کاهش مواجه بوده است، همبستگی بین انواع مختلف اوراق اختیار خرید افزایش یافته است [۱۴]. علی‌رغم اینکه وجود پدیده عدم تقارن منفی یا چولگی منفی در بازده بازار سهام عموماً مورد توافق همه صاحب‌نظران است، اما سازوکار اقتصادی که منجر به بروز این پدیده می‌شود، هنوز به صورت صریح و روشن مشخص نشده است [۱۸]. مطابق با اظهارات جنسن (۱۹۸۶)، مدیران برای سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد یا برای به تأخیر انداختن اتمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی، به دلیل دستیابی به منافع شخصی خود، انگیزه دارند. در مطالعات اخیر بررسی شده است که آیا تمایل مدیران برای سرمایه‌گذاری بیش‌تر از حد یا حفظ پروژه‌های نامطلوب برای مدت زمان طولانی، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود؟ در تجزیه و تحلیل مشکلات مربوط به حسابداری بهای تمام شده تاریخی، بلک و لیو (۲۰۰۷)، معتقدند که بهای تمام شده تاریخی، به مدیران برای عدم انتشار اخبار بد درباره

پروژه‌های غیرسودآور و حفظ این پروژه‌های نامطلوب برای مدت زمان طولانی، کمک می‌کند. بنابراین، عملکرد ضعیف چنین پروژه‌هایی انباشت می‌شود و در نهایت در سررسید نهایی تحقق می‌یابد و به سقوط قیمت سهام می‌انجامد. بنملج و همکارانش [۱۹] (۲۰۱۰) نشان دادند پرداخت پاداش در قالب سهام موجب می‌شود که مدیران اخبار بد را درباره گزینه‌های رشد، پنهان کنند و همچنین سیاست‌های سرمایه‌گذاری کمتر از حد مطلوب را برای تظاهر به رشد بالا انتخاب کنند. بنابراین اخبار بد و سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب در طول زمان انباشته شده و متعاقب آن به خطر سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. کیم و ژانگ (۲۰۱۵)، معتقدند که محافظه‌کاری حسابداری تمایل مدیران را برای پنهان‌سازی اخبار بد خنثی می‌کند و انگیزه‌های آن‌ها را برای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و به تأخیر انداختن پایان پروژه‌های با خالص ارزش منفی محدود می‌کند. در ادبیات پژوهشی، عدم انتشار اخبار بد و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دو عاملی هستند که به خطر سقوط قیمت سهام منجر می‌شوند. مطالعه پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که طی سال‌های اخیر رابطه عوامل مختلفی بر خطر سقوط قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفته است. در ادبیات مالی نظریه‌ها و دیدگاه‌های متعددی پیرامون توضیح پدیده سقوط قیمت سهام ارائه شده است [۱۴]. نظریه زیربنایی برای ریسک سقوط قیمت سهام را نظریه اندوخته کردن اخبار بد می‌دانند. این نظریه بیان می‌کند که انگیزه‌های مدیریتی برای محدود کردن و جلوگیری از انتشار اخبار بد در یک دوره طولانی مدت احتمال ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد. وقتی انباشتگی اخبار بد به یک آستانه و سرحد می‌رسد، به یک‌باره برای بازار آشکار می‌گردد و منجر به یک افت بزرگ در قیمت سهام می‌گردد [۲۰]. برخی از پژوهشگران توجه خود را معطوف به مکانیسم‌های بازار مالی و رفتار سرمایه‌گذاران نموده و نظریه‌هایی را مطرح کرده‌اند که می‌توان به نظریه اثرات اهرمی، نوسانات معکوس، حباب تصادفی قیمت سهام و تفاوت

عقاید اشاره کرد [۵] و برخی دیگر از صاحب‌نظران نیز علت سقوط قیمت سهام را در چارچوب نظریه نمایندگی تفسیر می‌کنند. در این چارچوب چنین استدلال می‌شود مدیران در راستای انگیزه‌ها و منافع شخصی خود نظیر قراردادهای پاداش و موقعیت شغلی، تمایل دارند تا از انتشار اخبار بد خودداری کرده و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت نمایند و زمانی که به نقطه اوج رسید مدیر مجبور به افشای آن خواهد شد که ورود حجم بزرگی از اخبار بد به یک‌باره باعث سقوط قیمت سهام می‌شود. در توجیه علت سقوط قیمت سهام در قالب نظریه نمایندگی فرض اساسی بر این است که مدیران در هر نقطه از زمان می‌توانند قضاوت صحیح و عقلانی در مورد ارزش ذاتی شرکت و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری داشته باشند. به عبارتی آن چیزی که باعث می‌شود تا مدیران پروژه‌های زیان‌ده را نگه‌داشتن و اخبار منفی را انباشت می‌کنند، تضاد منافع و انگیزه‌های شخصی آن‌ها است [۲۱].

باین‌حال ادبیات اقتصاد و روانشناسی نشان داده است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد و مقوله‌های روان‌شناختی می‌تواند در رفتار افراد و نوع تصمیمات آن‌ها تأثیر گذارد [۲۲].

در این رابطه کیم و ژانگ (۲۰۱۵)، بیان می‌کنند رفتار مدیریت در نگه‌داشت اخبار بد علاوه بر انگیزه‌های شخصی می‌تواند نشأت گرفته از یک خصیصه رفتاری با عنوان اطمینان بیش‌ازحد مدیریت نیز باشد. به عقیده سان و همکاران، (۲۰۱۷)، یک عامل مؤثر بر خطر سقوط قیمت سهام، تضادهای نمایندگی است. به عقیده آن‌ها تضاد منافع بین سهامداران اکثریت و سهامداران اقلیت بیشتر است و این تضادها در بازارهای نوظهور شدیدتر است. از این‌رو استدلال می‌شود که به‌منظور به‌دست آوردن منافع شخصی سهامداران اکثریت انگیزه‌های زیادی برای عدم انتشار اخبار بد داشته باشند، بنابراین، احتمال افزایش سقوط قیمت سهام در چنین محیط‌هایی بیشتر است. بلک و کریستی [۲۳] (۲۰۰۷)، در توضیح چگونگی بروز پدیده سقوط قیمت سهام،



نظریه اثرات اهرمی [۲۴] را ارائه کردند. طبق نظریه اثر اهرمی، تغییرات بازده سهام بر نوسانات تأثیر منفی دارد؛ بنابراین، کاهش بازده در بازار سهام، موجب افزایش نوسانات در این بازار می‌شود. اثر اهرمی، نشان می‌دهد که تغییرات ساختار سرمایه بنگاه یا به عبارتی تغییر نسبت بدهی به دارایی (نسبت اهرم)، در میزان نوسانات سهام بنگاه مؤثر است. بلک نشان داد که تغییر ارزش ناشی از کاهش قیمت سهام بنگاه، درحالی‌که موجب کاهش ارزش دارایی‌ها می‌شود، اثر چندانی بر ارزش بدهی‌های بنگاه ندارد؛ به عبارت دیگر بدهی‌های بنگاه، در مقایسه با تغییرات دارایی‌ها (قیمت یا بازده)، نوسانات (ریسک) بسیار کم‌تری دارند. در نتیجه تغییر ارزش بنگاه، موجب تغییر ارزش دارایی و سهام بنگاه می‌شود؛ بنابراین نسبت اهرم و نوسانات بازده بنگاه تغییر خواهد کرد. کریستی برای نخستین بار اثر اهرمی را در بازار سهام نیویورک مورد آزمون قرارداد. او ارتباط بازده دوره قبل و تغییرات لگاریتمی نوسانات دوره جاری را مورد توجه قرار داد. نتایج این آزمون، وجود ارتباط منفی بین بازده و نوسانات را تأیید کرد. این نظریه بیان می‌کند که کاهش (افزایش) در قیمت سهام یک شرکت، اهرم‌های مالی و عملیاتی آن را افزایش (کاهش) می‌دهد و متقابلاً منجر به نوسان بازده سهام و این واکنش نامتقارن، چولگی منفی بازده سهام را به همراه دارد. بلانچارد و واتسون [۲۵] (۱۹۸۲)، در توضیح پدیده چولگی منفی بازده سهام، مدل حباب تصادفی قیمت سهام [۲۶] را مطرح کردند. مفهوم حباب از اوایل قرن هفدهم وارد ادبیات اقتصاد شده است. از آن زمان تاکنون نمونه‌های متعددی به عنوان دوران حباب قیمتی یاد شده است. در واقع حباب نوعی پیامد حاصل از سرمایه‌گذاری است که ضعف بعضی از جنبه‌های روحی و احساسی بشر را شرح می‌دهد. حباب به عنوان بخشی از جریان قیمت دارایی است که با اصول و عوامل بنیادی که علت تغییرات قیمت دارایی محسوب می‌شوند، غیرقابل توصیف باشد. حباب زمانی اتفاق خواهد افتاد که قیمت یک دارایی به‌طور ناگهانی و به

دلایل غیرعقلایی افزایش یافته و سپس سقوط کند [۲۷]. سرمایه‌گذاران در سهام حبابی تصور می‌کنند که این شرایط تا ابد ادامه خواهند داشت، این در حالی است که این رشد قیمت کاذب است و حباب قیمتی در نهایت منفجر می‌شود و زمانی که این اتفاق می‌افتد پول‌های سرمایه‌گذاری شده در آن‌ها بر باد خواهد رفت. یکی از زمینه‌های انحراف سرمایه‌ها در بازار سرمایه، وجود حباب قیمتی است. فرایند شکل‌گیری حباب توسط کیندلبرگر به این شکل توضیح داده شده است که ابتدا براساس انتظارات خوش‌بینانه قیمت یک سهم افزایش یافته، سپس این افزایش ابتدایی سبب افزایش انتظارات خوش‌بینانه و جذب خریداران بیشتری می‌شود، به‌ویژه سفته‌بازانی که به دنبال کسب سود از تفاوت قیمت در معاملات تا دریافت سودهای نقدی، بنابراین افزایش تقاضا برای این سهم موجب رشد قیمت آن می‌شود تا جایی که با برآورده نشدن انتظارات، قیمت رو به افول می‌گذارد و با افت شدید قیمت بحران پدید می‌آید [۲۸]. حباب‌ها عمدتاً ناشی از تصمیم‌گیری‌های غیرعقلایی افراد می‌باشند و شکل‌گیری حباب خود نوعی از انحراف قیمتی از ارزش ذاتی سهم است، ریزش و سقوط آن نیز نوعی از بدبینی نسبت به سهم حبابی و یا بازار حبابی ایجاد می‌کند که این خود می‌تواند باعث فرار سرمایه‌ها از بازار سرمایه و کاهش قیمت‌ها به علت کاهش تقاضا شود و این انحراف قیمت در نهایت کلیه فعالیت‌های اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. فیشر و بلانچارد، بر اساس نظریه‌های بازارهای کارا و انتظارات عقلایی حباب قیمت را در قالب روابط ریاضی معرفی نمودند. آن‌ها فرض می‌کنند اگر افراد خنثی نسبت به ریسک، بین سهام و دارایی بدون ریسک دست به آربیتراژ بزنند، باید نرخ بازده انتظاری سهام به‌علاوه نسبت سود سهام به قیمت، مساوی نرخ بازده دارایی بدون ریسک باشد. نظریه حباب‌های عقلایی بلانچارد (۱۹۷۹)، نشان می‌دهد که حتی با وجود انتظارات عقلایی جان میوث [۲۹] (۱۹۶۱) امکان انحراف قیمت دارایی از ارزش‌های بنیادی بازار وجود دارد. این حباب‌ها

ویژگی بازارها هستند به این صورت که خرید یک دارایی توسط سرمایه‌گذار، به علت پیش‌بینی وی از این‌که می‌تواند دارایی را با قیمتی بالاتر مجدداً به سرمایه‌گذاری دیگر که خواهان خرید دارایی به همین دلیل است، به فروش برساند. بلانچارد و واتسون می‌گویند حساب مالی تصادفی زمانی رخ می‌دهد که سفته‌بازان دارایی مالی را با قیمتی بالاتر از قیمت ذاتی آن با هدف بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاری خریداری می‌کنند. بلانچارد و واتسون (۱۹۸۲)، معتقدند که حساب‌ها می‌توانند از طریق تحت‌تأثیر قرار دادن عوامل بنیادین بازار و اصلاح بیشتر رفتار قیمت‌ها، اثرات واقعی بااهمیتی داشته باشند. برای مثال حساب قیمت یک دارایی ممکن است بر قیمت دارایی‌های دیگر نیز اثر بگذارد. هرچند آن دارایی‌ها دارای حساب نیستند. بر اساس نظریه‌های مالی نوین، ارزش یک سهم با جمع ارزش فعلی جریان‌ات نقدی آتی آن برابر است. همچنین بر اساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام در یک بازار کارا برابر یا در محدوده ارزش ذاتی آن در نوسان است؛ اما در بعضی مواقع بر اثر یک شوک (انتشار اطلاعات جدید و...)، قیمت‌ها بدون هیچ توجیه بنیادی و اقتصادی افزایش می‌یابد و به عبارت دیگر قیمت سهام به‌گونه چشمگیری افزایش می‌یابد. از این فرایند در ادبیات مالی تحت عنوان حساب قیمتی یاد می‌شود. بلانچارد و واتسون معتقدند که چولگی منفی بازده سهام یا سقوط قیمت سهام از ترکیب حساب‌های قیمتی ناشی می‌شود. فرنچ و همکاران [۳۰] (۱۹۸۷) و کمبل و هنشل (۱۹۹۲)، جهت تبیین پدیده سقوط قیمت سهام یا چولگی منفی بازده سهام، سازوکار نوسان معکوس را مطرح کردند. نوسان معکوس به یک رابطه علی بین واریانس و قیمت اشاره دارد. بر اساس سازوکار نوسان معکوس، ورود اخبار (اطلاعات) جدید به بازار اعم از مطلوب و نامطلوب، منجر به افزایش نوسان بازار می‌شود و بنابراین صرف ریسک [۳۱] افزایش خواهد یافت. اگرچه این افزایش در صرف ریسک تا حدودی اثر مثبت اخبار مطلوب (خوب) را کاهش می‌دهد، اما اثر منفی اخبار نامطلوب (بد)

را تقویت می‌کند؛ بنابراین کاهش قیمت سهام در اثر ورود اخبار نامطلوب به بازار نسبت به افزایش آن در اثر ورود اطلاعات مطلوب، بیشتر خواهد بود. این سازوکار منجر به چولگی منفی بازده سهام یا سقوط قیمت سهام می‌شود. پوتربا و سامرس [۳۲] (۲۰۱۰) این سازوکار را مورد انتقاد قرار دادند. آنان استدلال می‌کنند که نوسانات بازار ماهیتاً کوتاه‌مدت هستند و بنابراین نمی‌توان انتظار داشت که این نوسانات صرف ریسک را به گونه فراوان تحت‌تأثیر قرار دهد [۱۴].

### ۳. روش‌های اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام

به‌طور کلی برای محاسبه خطر سقوط قیمت سهام در ادبیات مربوطه چهار معیار ارائه شده است که شامل چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW)، سیگمای حداکثری (-EXTR SIGMA)، نوسان پایین به بالا (DUVOL) و دوره خطر سقوط قیمت سهام (Crashes) هست. سه معیار اول پیوسته می‌باشند و نتایج به‌صورت اعداد صحیح و اعشاری هست در حالی که معیار چهارم یک معیار گسسته است که نتایج آن به شکل صفر و یک هست... در این پژوهش از هر سه معیار پیوسته محاسبه خطر سقوط قیمت سهام استفاده شده است. در ادامه نحوه محاسبه هر کدام از معیارها به اختصار توضیح داده می‌شود:

#### ۳-۱. چولگی منفی بازده سهام

چن و همکاران (۲۰۰۱)، معتقدند که نشانه‌های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از این نشانه‌ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است؛ بنابراین شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده سقوط قیمت سهام مواجه خواهند بود. هانگ و استین (۲۰۰۳) نیز بیان کردند که چولگی منفی بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه‌گیری عدم تقارن در

توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۱) استفاده می‌شود:

$$NCSKEW_{j,t} = - \left[ \frac{N(N-1)^{3/2} \sum_{\theta=1}^{\theta=12} W^3_{j,\theta}}{\left[ (N-1)(N-2) \left( \sum_{\theta=1}^{\theta=12} W^2_{j,\theta} \right)^{3/2} \right]} \right] \quad (1)$$

در رابطه (۱):  $NCSKEW_{j,t}$ : چولگی منفی بازده هفتگی سهام شرکت ز طی سال مالی  $\theta, W_{j,t}$ ; بازده هفتگی خاص شرکت ز در ماه  $n, \theta$ : تعداد هفته‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

### سیگمای حداکثری

برادشو و همکاران (۲۰۱۰)، بیان کردند سیگمای حداکثری به منظور ایجاد یک معیار کمی و پیوسته برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام به کار می‌رود. همچنین، سیگمای حداکثری به عنوان بازده‌های پرت با توجه به انحراف معیار یک شرکت خاص تعریف می‌گردد. برای محاسبه این متغیر از رابطه (۲) استفاده می‌شود:

$$EXTR\_SIGMA = -Min \left[ \frac{W - \bar{w}}{\sigma_w} \right] \quad (2)$$

که در این رابطه:  $\bar{w}$ : میانگین بازده هفتگی خاص شرکت،  $\sigma_w$ : انحراف استاندارد بازده هفتگی خاص شرکت،  $w$ : بازده هفتگی خاص شرکت

### نوسان پایین به بالا

چن و همکاران (۲۰۰۱)، بیان کردند که نوسان پایین به بالا، نوسانات نامتقارن بازده را کنترل می‌کند. همچنین میزان بالاتر این معیار مطابق با توزیع دارای چولگی چپ بیشتر است. برای محاسبه این متغیر از رابطه (۳) استفاده می‌شود

$$DUVOL_{j,t} = -Log \left( (n_u - 1) \sum_{DOWN} W^2_{j,\theta} / (n_d - 1) \sum_{UP} W^2_{j,\theta} \right) \quad (3)$$

که در این رابطه:  $nu$  و  $nd$ : تعداد هفته‌های بالا و پایین طی سال مالی  $t$

### ۲-۲. دوره خطر سقوط قیمت سهام

بر اساس مطالعات هاتن و همکاران (۲۰۰۹)، برادشو و همکاران (۲۰۱۰) و کالین و فانگ (۲۰۱۳) دوره سقوط یک سال مالی معین، دوره‌ای است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت برابر با  $3/09$  انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص آن باشد. اساس این تعریف برای مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به علاوه  $3/09$  انحراف معیار و میانگین منهای  $3/09$  انحراف معیار قرار می‌گیرند، از جمله نوسان‌های عادی و نوسان‌های خارج از این فاصله جزئی از موارد غیرعادی قلمداد می‌شود. با توجه به این که سقوط ط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد  $3/09$  به عنوان مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح است. دوره سقوط قیمت سهام، متغیری مجازی است که اگر شرکت تا پایان سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت، صفر خواهد بود.

### ۲-۳. عوامل مؤثر بر خطر سقوط قیمت سهام

اکثر سرمایه‌گذاران مراقب دو چیز هستند: افت و بازده. افت قیمت سهام در چند دهه گذشته و به خصوص پس از بحران سال ۲۰۰۸ اروپا و ایالات متحده مرسوم شده است. تعریف دقیق افت قابل بحث است، اما مفهوم روشن است. همان‌طور که اکونومیست (۲۰۱۱) می‌نویسد: «افت، هرگونه جریان بزرگ رو به پایین در ارزش پرتفوی است». این جریان ناگهانی روبه پایین (خطر آن) پیامدهای شدیدی دارد، شرکت با ریسک افزایش یافته دعاوی به خاطر بزرگی افت قیمت سهام روبرو می‌شود، افت‌های شدید می‌توانند بازارهای مالی را مختل بکنند، ارزش حقوق صاحبان سهام-

سرمایه‌گذاری را از بین ببرد و برای آن دسته از کسانی که بر بازده سرمایه‌گذاری تکیه می‌کنند بسیار مضراست [۳۳]. همواره در تحقیقات انجام شده در زمینه سقوط قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته می‌شود: اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) و یا خیرخواهانه (در جهت اهداف سازمان) اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نماید، (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد) و دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت است، که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را می‌دهد. همواره محققین مالی و حسابداری به دلیل اهمیت این موضوع برای گروه‌های متفاوت سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران بازار سرمایه، انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری و اداره‌کنندگان بورس اوراق بهادار در پی پاسخ به سه سؤال مهم در این زمینه می‌باشند: اول علل وقوع این پدیده چیست؟ دوم چه راه‌کارهایی باعث پیشگیری از این پدیده می‌شود؟ و سوم چه علائم هشداردهنده‌ای برای پیش‌بینی این پدیده وجود دارد؟ [۳۴]. تحقیقات این محققین در پاسخ به سؤال اول دلایلی نظیر تمرکز سهامداران بر اثرات بازخورد نوسانات بازار، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران، مدیریت سود، شستشوی حساب‌ها، ارزیابی غیرواقعی تحلیل‌گران از عملکرد شرکت، عدم شفافیت اطلاعات مالی، فرار از مالیات، استمرار پروژه‌های با ارزش فعلی منفی و نگرانی‌های شغلی مدیران را به‌عنوان پاره‌ای از دلایل وقوع این پدیده معرفی می‌نمایند. این محققین در کنار عوامل ایجادکننده پدیده سقوط قیمت سهام و در جهت پاسخ به سؤال دوم مواردی را به‌عنوان عواملی که سبب کاهش وقوع این پدیده می‌شود معرفی می‌نمایند. از جمله این عوامل می‌توان به حضور مشارکان آگاه و مطلع در بازار مانند مالکان نهادی و تحلیل‌گران بازار، شفافیت اطلاعات مالی، نبود عدم تقارن اطلاعاتی بین اعضای داخلی سازمان با

افراد خارجی اشاره نمود. در این بین مواردی همچون افزایش در حجم معاملات سهام نسبت به روند آن در طی شش ماه گذشته، تجربه بازده‌هایی مثبت در بیش از ۳۶ ماه قبل، خرید و فروش سهام شرکت توسط اعضای داخلی سازمان و... به‌عنوان علائمی هشداردهنده که وقوع سقوط قیمت سهام را پیش‌بینی می‌نماید، معرفی می‌شود [۳۴].

#### ۴. مرور مطالعات انجام شده

با بررسی مطالعاتی که طی سال‌های گذشته در زمینه خطر سقوط قیمت سهام و بررسی عوامل مؤثر بر آن صورت پذیرفته، می‌توان این مطالعات را بر مبنای رابطه بین متغیرهای مستقل و خطر سقوط قیمت سهام در سه دسته کلی تقسیم‌بندی نمود. در واقع در هر کدام از این پژوهش‌ها رابطه یک یا چند متغیر مستقل با خطر سقوط قیمت سهام بررسی شده‌اند و نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار، منفی و معنی‌دار و یا عدم رابطه معنی‌دار بین این متغیرها با خطر سقوط قیمت سهام بوده است، بنابراین در ادامه بر مبنای این رابطه‌ها، مطالعات موردبررسی قرار می‌گیرند.

۴-۱. مطالعاتی که متغیرهای موردبررسی رابطه مثبت و معنی‌داری با خطر سقوط قیمت سهام دارند  
فروغی و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. یافته‌های پژوهش، حاکی از آن است که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد. فروغی و همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی به بررسی تأثیر فرار مالیاتی و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از این است که بین فرار مالیاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، یک رابطه معنی‌دار وجود دارد. احمدی و همکاران (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر اندازه مؤسسه حسابرسی و اظهارنظر حسابرس بر خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی تأثیر



اندازه مؤسسه حسابرسی و اظهار نظر حسابرس بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در میان متغیرهای بررسی شده فقط متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی دارای تأثیر منفی و معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. طالب نیا و همکاران (۱۳۹۲)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک ریزش قیمت سهام» تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط سهام مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که فقط متغیرهای کنترلی ناهمگن عقاید سرمایه‌گذاران و عدم شفافیت اطلاعات مالی با ریزش قیمت سهام رابطه مستقیم و معنی‌دار دارند. ودیعی و رستمی (۱۳۹۳)، در مطالعه‌ای با عنوان «بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. نتایج نشان داد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت معنی‌داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد. با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و غیرفعال، نتایج نشان می‌دهد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، ناشی از مالکیت نهادی غیرفعال است و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند. رضوی (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر ضعف‌های عمده کنترل داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی تأثیر ضعف‌های عمده کنترل داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تجدید سازمان تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارد و در نهایت یافته‌های ناشی از هدف اصلی پژوهش یعنی مدل سوم حاکی از آن بود که ضعف‌های عمده کنترل داخلی بر احتمال وقوع سقوط آتی قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. جعفری (۱۳۹۴)، در پژوهش با عنوان «تأثیر مدیریت واقعی سود و رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی مدیریت واقعی سود و رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداخت. نتایج حاکی از وجود رابطه معنی‌دار بین خطر سقوط آتی قیمت سهام و معیارهای رقابت در بازار محصول و مدیریت واقعی سود هست. رحمنی (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان

عمده کنترل داخلی بر احتمال وقوع سقوط آتی قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. سادات شجاعی (۱۳۹۴)، در پژوهش خود به بررسی رابطه تأثیر مدیریت واقعی سود و رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. وی به این نتیجه رسید که بین جریان نقدی عملیات غیرعادی و خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. بین هزینه تولید غیرعادی و خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. بین هزینه اختیاری غیرعادی و خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. بین رقابت در بازار محصول و خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. لشگری و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر ضعف‌های عمده کنترل داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی تأثیر ضعف‌های عمده کنترل داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در مدل اول عواملی چون عملیات جذب (ادغام) یا تحصیل و همچنین تجدید سازمان بر ضعف‌های عمده کنترل داخلی تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد و تجدید سازمان تأثیر مثبت و معنی‌داری بر احتمال وقوع سقوط آتی قیمت سهام دارد و در نهایت یافته‌های ناشی از هدف اصلی پژوهش یعنی مدل سوم حاکی از آن بود که ضعف‌های عمده کنترل داخلی بر احتمال وقوع سقوط آتی قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. جعفری (۱۳۹۴)، در پژوهش با عنوان «تأثیر مدیریت واقعی سود و رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی مدیریت واقعی سود و رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداخت. نتایج حاکی از وجود رابطه معنی‌دار بین خطر سقوط آتی قیمت سهام و معیارهای رقابت در بازار محصول و مدیریت واقعی سود هست. رحمنی (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان

«بررسی رابطه ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی ارتباط بین ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام از دیدگاه سودمندی اطلاعات حسابداری و مدیریت ریسک پرداخت. نتایج نشان داد که رابطه بین ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام معنی‌دار هست. حقانی‌فر (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر شاخص‌های بنیادی سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در بازار سرمایه ایران» با استفاده از چهار متغیر، نسبت قیمت به سود هر سهم، بازده واقعی سالانه سهام، ریسک سیستماتیک، میانگین بازده واقعی سهام سال قبل و ریسک سقوط آتی قیمت سهام به‌عنوان شاخص‌های بنیادی سهام، به ارزیابی تأثیر شاخص‌های بنیادی سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج آزمون حاکی از آن است که بین شاخص‌های بازده واقعی سالانه سهام، ریسک سیستماتیک و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. فروغی و قاسم‌زاد (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی «تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی با ریسک سقوط قیمت سهام» پرداختند. نتایج حاکی از آن است که اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی بر تمامی معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. اعلمی‌فر (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی «تأثیر نقدشوندگی سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام» پرداخت. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش نشان داد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی سهام وجود دارد. احمدی و درسه (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی تأثیر معیارهای دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) و مدیریت سود

مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که از بین معیارهای انتخابی برای مدیریت سود واقعی متغیرهای هزینه اختیاری غیرعادی و جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی تأثیر مثبت معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. افزون بر این، مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی تأثیر مثبت معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. واعظ و درسه (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر تخصص حسابرسان در صنعت بر رابطه بین اجتناب از مالیات و خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های دارویی و غیردارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» نشان دادند که اجتناب از مالیات تأثیر مثبت و معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. یوسفی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین پارادایم مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی فعال و غیرفعال و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین مالکیت نهادی فعال و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها (متغیر چولگی منفی بازده سهام) است. مؤذنی و نهنندی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «ارتباط بین استعداد مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام» به بررسی ارتباط بین استعداد مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری و نیز تعامل توانایی مدیریت و کیفیت گزارشگری مالی با خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. نتیجه پژوهش نظریه جستجوی رانت را تأیید کرده و نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با مدیران با استعدادتر، تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکاراتری اتخاذ می‌کنند. همچنین در این شرکت‌ها، انجام اقدامات فرصت‌طلبانه و دست‌کاری گزارش‌های مالی به‌منظور پنهان ساختن و انباشته کردن

اخبار بد، خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. حاجی‌ها (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر راهبرد تجاری شرکت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته است. نتایج پژوهش نشان داد که راهبرد تجاری اکتشافی ریسک سقوط سهام را افزایش می‌دهد همچنین در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شدید راهبرد اکتشافی بیش از پیش باعث افزایش ریسک سقوط سهام خواهد شد. احمدی و درسه (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار» به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، فقط تمرکز مالکیت دارای رابطه مثبت و معنی‌داری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. با تجزیه و تحلیل اضافی مشخص شد که اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و عدم اطمینان بالا نسبت به صنایع با سطح رقابت قوی و عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد. نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر روی ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر اعتماد به نفس کاذب مدیران (خوش‌بینی) در قیمت سهام و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین خوش‌بینی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس هر سه شاخص اندازه‌گیری آن هست. نهندي و تقی‌زاده (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی» به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط

قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته‌اند یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که فقط عدم انتشار اخبار بد تأثیر مثبت و معنی‌داری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد و این تأثیر در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی زیادی دارند، شدیدتر است. صدرالسادات و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد بین هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام فقط در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی قوی ارتباط معنی‌داری به صورت مثبت بوده است. همچنین نتایج حاکی از نشان دادن ارتباط معنی‌داری بین هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های با اقلام تعهدی منفی بوده است. نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر روی ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر اعتماد به نفس کاذب مدیران (خوش‌بینی مدیران) و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج حاکی از آن است که خوش‌بینی مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را بر اساس هر سه شاخص اندازه‌گیری آن، به طور معنی‌داری تحت تأثیر قرار می‌دهد. حسینی و امجدیان (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی ارتباط مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاکی از وجود رابطه معنی‌داری میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام بر مبنای چولگی منفی هست. حسن‌زاده و تقی‌زاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی» به بررسی تأثیر

استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. همچنین شرکت‌های موردبررسی به دو گروه شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا و پایین تقسیم شدند و تأثیر استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در این شرکت‌ها به صورت جداگانه بررسی گردید. نتایج نشان داد که تأثیر مثبت استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا، شدید است. حسن‌زاده و خانقاه (۱۳۹۷)، در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی» به بررسی تأثیر استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از تأثیر مثبت و معنی‌دار استراتژی متنوع‌سازی بر خطر سقوط قیمت سهام است. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر مثبت استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا، شدید است. خانقاه و زینالی (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «ارتباط بین نوآوری سازمان، هموارسازی سود و خطر سقوط قیمت سهام» در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج نشان داد که بین هموارسازی سود و خطر سقوط قیمت سهام ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد که نوآوری سازمان موجب کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌گردد. در نهایت شواهد حاکی از آن بود که در شرکت‌هایی که از فعالیت‌های نوآورانه استفاده می‌کنند، هموارسازی سود از سوی مدیران با کاهش احتمالی سقوط قیمت سهام مرتبط است. حسن‌زاده و حشمت، در پژوهش خود به بررسی تأثیر

متمایز انحراف از فعالیت‌های واقعی و مدیریت واقعی سود در خطر سقوط قیمت سهام در دوره بعدی پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌های با مدیریت واقعی سود فزاینده، افزایش زیادی را در سقوط قیمت سهام خود در سال آینده تجربه می‌کنند.

#### ۲-۴. مطالعاتی که متغیرهای موردبررسی رابطه منفی و معنی‌داری با خطر سقوط قیمت سهام دارند

مشکی و فتاحی (۱۳۹۰)، در تحقیقی با عنوان «تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر ریسک کاهش قیمت سهام» به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و ریسک کاهش قیمت سهام پرداختند. نتایج، حاکی از وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین دوره‌های کاهش قیمت سهام و درجه محافظه‌کاری شرکت‌های نمونه آماری مورد مطالعه بوده است. مرادی و همکاران (۱۳۹۰)، در تحقیقی به بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین وجود و یا عدم وجود رویداد سقوط سهام در طول دوره تحقیق با سطح محافظه‌کاری حسابداری، یک رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. همچنین نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی، نتوانسته است تأثیر محافظه‌کاری در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش دهد. فروغی و میرزایی (۱۳۹۱)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر محافظه‌کاری شرطی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری شرطی در گزارشگری مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازند. یافته‌های پژوهش، حاکی از آن است که بین محافظه‌کاری شرطی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه‌ی معکوس وجود دارد. همچنین نتایج این پژوهش، نشان می‌دهد که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، توانایی



محافظه‌کاری شرطی جهت کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است. دیانتی و همکاران (۱۳۹۱)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی «گیتمان» بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر کاهش احتمال ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. در این پژوهش شواهدی قوی ارائه می‌گردد که مدیریت سرمایه در گردش احتمال ریسک قیمت سهام را به صورت معنی‌دار کاهش می‌دهد. دیانتی و همکاران (۱۳۹۱)، در تحقیقی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک ریزش (سقوط) قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را به صورت معنی‌دار کاهش می‌دهد. رستم‌نژاد (۱۳۹۱)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری در گزارشگری مالی و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخته است. نتایج نشان داد که محافظه‌کاری، احتمال سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. فولاد همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی نقش محافظه‌کاری در کاهش خطر سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران را بررسی کردند. نتایج آزمون فرضیه اول دلالت بر آن دارد که محافظه‌کاری می‌تواند سبب کاهش احتمال سقوط قیمت سهم در آینده شود؛ اما رابطه قوی‌تر بین محافظه‌کاری و سقوط قیمت سهم برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا در آزمون فرضیه دوم به دست نیامد. مقصدی (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان، «تأثیر کیفیت حسابرسی بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران» در پی پاسخ به این سؤال بوده است که آیا کیفیت بالای حسابرسی می‌تواند احتمال سقوط قیمت سهام را کاهش دهد یا خیر. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد

که کیفیت بالای حسابرسی صورت گرفته روی صورت‌های مالی شرکت‌ها، ریسک سقوط آتی قیمت سهام آن‌ها را به صورت معنی‌دار کاهش می‌دهد. حقیقت (۱۳۹۲)، در پژوهشی تحت عنوان، «تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر هم‌زمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام»، استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل‌توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ فراوانی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که وجود سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت بر هم‌زمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر منفی دارد. احمدی و همکاران (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر اندازه مؤسسه حسابرسی و اظهارنظر حسابرسان بر خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی تأثیر اندازه مؤسسه حسابرسی و اظهارنظر حسابرسان بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که فقط متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی دارای تأثیر منفی و معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۲)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک ریزش قیمت سهام» تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک سقوط سهام مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که انعطاف‌پذیری مالی باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی سودآوری، محافظه‌کاری و ضریب منفی چولگی با بازده سهام رابطه‌ی معکوس دارند. احمدپور و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت چون بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، اندازه شرکت، اهرم مالی شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتو بین شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش گویای این مطلب است که

متغیرهای بازده دارایی، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتو بین با ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی منفی معنی‌داری دارد. عباسی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر خطر ریزش قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که محافظه‌کاری بر احتمال سقوط قیمت سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. قابل‌ذکر است که این نتیجه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی هم صادق بوده است. تنانی و همکاران (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، به بررسی نقش برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین سهامداران نهادی و ریسک ریزش قیمت سهام است؛ به‌طورکلی، نتایج نشان می‌دهد که سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، عاملی تأثیرگذار بر ریسک ریزش قیمت سهام است. احمدی (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی تداوم کوتاه‌مدت و بلندمدت انتخاب حسابرسان بر خطر سقوط آتی قیمت سهام»، به بررسی تأثیر تداوم کوتاه‌مدت و بلندمدت انتخاب حسابرسان بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیر تداوم کوتاه‌مدت انتخاب حسابرسان و تداوم بلندمدت انتخاب حسابرسان دارای تأثیر منفی و معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. رحمنی (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی رابطه ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی ارتباط بین ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام از دیدگاه

سودمندی اطلاعات حسابداری و مدیریت ریسک پرداخت. نتایج نشان داد که رابطه بین ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام معنی‌دار هست. کهن‌سال و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی ناشی از اطلاعات حسابداری و حسابرسان بر خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی ناشی از اطلاعات حسابداری و حسابرسان بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که بین خطر سقوط قیمت سهام در سنوات گذشته با خطر سقوط قیمت سهام در سال آتی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. واعظ و درسه (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر تخصص حسابرسان در صنعت بر رابطه بین اجتناب از مالیات و خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های دارویی و غیر دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» نشان دادند که فقط تخصص حسابرسان در صنعت تأثیر منفی و معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. همچنین، تخصص حسابرسان در صنعت تأثیر منفی و معنی‌داری بر رابطه بین اجتناب از مالیات و خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های دارویی بیشتر از شرکت‌های غیر دارویی است. یوسفی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین پارادایم مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی فعال و غیرفعال و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌های پژوهش بیانگر وجود رابطه معنی‌دار فقط بین مالکیت نهادی فعال و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها (متغیر چولگی منفی بازده سهام) است. حاجی‌ها (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر راهبرد تجاری شرکت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخته است. نتایج پژوهش

نشان داد که راهبرد تدافعی این ریسک را کاهش خواهد داد. فروغی و ساکیانی (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام» به تعیین تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تأثیر منفی دارد. به بیان دیگر با کوتاه شدن سررسید بدهی احتمال ریسک سقوط قیمت سهام نیز کاهش می‌یابد. احمدی و درسه (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار» به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه رییس هیأت مدیره و مدیرعامل شرکت تأثیر منفی و معنی‌داری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. با تجزیه و تحلیل اضافی مشخص شد که اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و عدم اطمینان بالا نسبت به صنایع با سطح رقابت قوی و عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد. نهندی و تقی‌زاده (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی» به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد پرداخت سود سهام تأثیر منفی و معنی‌داری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. محمدزاده و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهش خود تحت عنوان «تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر خطر سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد

که بین کیفیت گزارشگری مالی و خطر سقوط قیمت سهام ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. بدین ترتیب با افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، سقوط قیمت سهام به دلیل کاهش تضاد منافع، کاهش می‌یابد. صدر السادات و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد بین هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام در شرکت‌هایی با مالکیت شرکتی ضعیف به صورت منفی بوده است. پیتته نوئی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «اعتماد اجتماعی، نظارت خارجی و ریسک سقوط قیمت سهام: آزمون نظریه جایگزینی و مکمل» به بررسی رابطه بین اعتماد اجتماعی با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی (اثر جایگزینی یا مکمل) نظارت خارجی بر این رابطه پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که اعتماد اجتماعی، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. علاوه بر این مطابق با پیش‌بینی نظریه جایگزینی، نتایج نشان می‌دهد نظارت خارجی رابطه منفی بین اعتماد اجتماعی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. حسینی و امجدیان (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی ارتباط مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاکی از وجود رابطه معنی‌داری میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام بر مبنای چولگی منفی هست. همچنین میان مسئولیت اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام بر مبنای معیار نوسان‌پذیری پایین به بالا رابطه منفی معنی‌دار وجود دارد. ذبیحی و دریاباری (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رابطه بین افشای ابعاد مختلف مسئولیت

اجتماعی شرکت‌ها بر اساس مدل نیروانتو و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار» به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه‌ی معنی‌دار منفی بین افشای مسئولیت اجتماعی مربوط به روابط کارکنان، مشارکت اجتماعی و تولید با ریسک سقوط قیمت سهام هست. کعب عمیر و نامی (۱۳۹۶)، در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، به بررسی ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی‌داری بین قدرت مدیرعامل و سقوط قیمت سهام وجود دارد. حسینی و امجدیان (۱۳۹۶)، در مقاله‌ای تحت عنوان «بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی ارتباط مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از فرضیه دوم نشان داد که رابطه منفی معنی‌دار میان مسئولیت اجتماعی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام بر مبنای معیار نوسان‌پذیری پایین به بالا وجود دارد.

#### ۳-۴. مطالعاتی که متغیرهای مورد بررسی رابطه معنی‌داری با خطر سقوط قیمت سهام ندارند

احمدپور و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت چون بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، اندازه شرکت، اهرم مالی شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتو بین شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج

پژوهش گویای این مطلب است که در بین متغیرهای مورد نظر فقط دو متغیر بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی رابطه معنی‌داری با ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد. حقانی‌فر (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «تأثیر شاخص‌های بنیادی سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در بازار سرمایه ایران» با استفاده از چهار متغیر، نسبت قیمت به سود هر سهم، بازده واقعی سالانه سهام، ریسک سیستماتیک، میانگین بازده واقعی سهام سال قبل و ریسک سقوط آتی قیمت سهام به عنوان شاخص‌های بنیادی سهام، به ارزیابی تأثیر شاخص‌های بنیادی سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج آزمون حاکی از آن است که فقط نسبت قیمت به سود هر سهم، میانگین بازده واقعی سهام سال قبل و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد. کهن‌سال و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی ناشی از اطلاعات حسابداری و حسابرسی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام» به بررسی تأثیر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی ناشی از اطلاعات حسابداری و حسابرسی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که بین محافظه‌کاری غیرشرطی و خطر سقوط آتی قیمت سهام رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. احمدی و درسه (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی تأثیر معیارهای دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (مدیریت سود واقعی) و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که از بین معیارهای انتخابی برای مدیریت سود واقعی فقط متغیر هزینه تولید غیرعادی تأثیر معنی‌داری بر خطر سقوط



آتی قیمت سهام ندارد. کردستانی و خاتمی (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه با ریسک سقوط قیمت سهام» به بررسی تأثیر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه‌کارانه بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند نتیجه برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد بین محافظه‌کاری نامشروط و ریسک آتی سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین سطح محافظه‌کاری نامشروط، نقش محافظه‌کاری مشروط در جلوگیری از ریسک آتی سقوط قیمت سهام محدود نمی‌کند. به علاوه بین کیفیت بالاتر حسابداری با ریسک آتی سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری یافت نشد. دولو (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «عدم شفافیت اطلاعات مالی، هم‌زمانی و ریسک ریزش قیمت سهام» به بررسی رابطه عدم شفافیت اطلاعات مالی، هم‌زمانی و ریسک ریزش قیمت سهام پرداخته است. نتایج حاصل از پژوهش مؤید آن است که ریزش قیمت سهام را نمی‌توان به عدم شفافیت اطلاعات مالی منعکس در صورت‌های مالی منتسب دانست. نبود رابطه عدم شفافیت و جهش قیمت سهام نیز محرز گردید. همچنین، نمی‌توان ادعا کرد عدم شفافیت اطلاعاتی به منزله ارائه اطلاعات اختصاصی کمتر به بازار و نهایتاً افزایش هم‌زمانی می‌گردد. یوسفی (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین پارادایم مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی فعال و غیرفعال و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و مالکیت نهادی غیرفعال با ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌ها (زمانی که چولگی منفی بازده سهام و سیگمای حداکثری متغیر وابسته‌اند) رابطه معنی‌داری

وجود ندارد. احمدی و درسه (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار» به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، فقط متغیرهای انگیزه‌های مدیران اجرایی شرکت و شفاف نبودن اطلاعات مالی تأثیر معنی‌داری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام ندارد. با تجزیه و تحلیل اضافی مشخص شد که اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و عدم اطمینان بالا نسبت به صنایع با سطح رقابت قوی و عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد. ذبیحی و درباباری (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی رابطه بین افشای ابعاد مختلف مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس مدل نیروانگیز و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار» به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه‌ی معنی‌دار بین مسئولیت اجتماعی مربوط به محیط زیست و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها است.

#### ۴-۴. سایر مطالعات

اعطائی‌زاده و دارابی (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان «پیش‌بینی عوامل مؤثر بر خطر سقوط آتی قیمت سهام بر اساس روش شبکه عصبی شعاع‌دار» به پیش‌بینی عوامل مؤثر بر خطر سقوط آتی قیمت سهام بر اساس روش شبکه عصبی شعاع‌دار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که پیش‌بینی عوامل مؤثر بر خطر سقوط آتی قیمت سهام، بر اساس روش شبکه عصبی شعاع‌دار امکان‌پذیر است و به ترتیب، هزینه

اختیار غیرعادی در اولویت اول، فرصت رشد در اولویت دوم، جریان نقدی عملیاتی غیرعادی در اولویت سوم، ساختار سرمایه در اولویت چهارم و اندازه شرکت در اولویت پنجم بر خطر سقوط آتی قیمت سهام تأثیر دارند. ملکبان و همکاران (۱۳۹۷)، در مطالعه‌ای تحت عنوان «پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام با استفاده از الگوریتم‌های فراابتکاری (الگوریتم تجمعی ذرات) و مقایسه با رگرسیون لجستیک» نشان دادند که توانایی الگوریتم تجمعی ذرات در پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام بالاتر از رگرسیون لجستیک است. همچنین ملکبان و همکاران (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای تحت عنوان «پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام با استفاده از الگوریتم ژنتیک و مقایسه با رگرسیون لجستیک، با تأکید بر نگرش انتخاب ویژگی» نشان دادند که مدل مبتنی بر الگوریتم ژنتیک نسبت به رگرسیون لجستیک، برای پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام توانایی بیشتری دارد.

## ۵. جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

بازار سرمایه زیربنای فعالیت‌های تجاری، صنعتی، دولتی و خصوصی و به‌مثابه پل ارتباطی بین پس‌اندازکنندگان انفرادی و نهادی و سرمایه‌گذاران نیازمند وجوه است. در صورتی که سازوکارهای بازار سرمایه به‌صورت کارا تعبیر شود، نه تنها وجوه سرگردان مردم را به سرمایه‌گذاری‌های مولد تبدیل می‌سازد و رشد اقتصادی کشور را فراهم می‌نماید، بلکه موجب تخصیص بهینه وجوه مذکور می‌گردد؛ بنابراین وجود اطلاعات و داده‌های معتبر و قابل مقایسه و پیش‌بینی مسائلی که برای سرمایه‌گذاران اهمیت بالایی دارند باعث بهبود محیط کسب‌وکار و در نهایت سبب رشد و توسعه اقتصادی کشور گردد. به‌طور کلی بازار سرمایه، بازاری است که ارتباط تنگاتنگی با فرایند پس‌انداز سرمایه‌گذاری داشته و نقش هدایت و تخصیص منابع اقتصادی را بر عهده دارد. جذب سرمایه‌های کوچک و وجوه سرگردان داخلی و هدایت آن‌ها در مسیر فعالیت‌های تولیدی و صنعتی لازمه دستیابی

به رشد و توسعه اقتصادی است. از جمله مهم‌ترین نهادهای فعال در بازار سرمایه می‌توان به بورس اوراق بهادار اشاره نمود. بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه امروزه به‌عنوان مکانی برای شکل‌دهی جریان تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، نقش عمده‌ای را در افزایش تولید کشور دارا است و از این طریق در راستای پیشرفت کشور از اهمیتی حیاتی برخوردار است. تا آنجا که گفته می‌شود، توسعه یک کشور با رونق بورس اوراق بهادار و تعداد سهامداران آن رابطه مستقیم دارد. شکل‌دهی درست این جریان توسط نیروهای موجود در بازار است. بی‌شک ارائه اطلاعات مفید و معیارهای صحیح به سرمایه‌گذاران در بورس، به‌طوری که مبنای صحیح برای تصمیم‌گیری صحیح آن‌ها فراهم سازد، می‌تواند از یک سو با حفظ استمرار حضور سرمایه‌گذاران در بورس بی‌واسطه حفظ منافع و جلوگیری از زیان دیدن آنان، موجب رونق بیشتر بورس گردد و از سوی دیگر با ایجاد زمینه‌ای برای تخصیص بهینه منابع محدود اقتصادی به طرح‌های سودآورتر، رشد و شکوفایی اقتصاد کشور را در پی داشته باشد. در این میان موضوع خطر سقوط قیمت سهام به‌عنوان مسأله‌ای مهم از نظر سرمایه‌گذاران در نظر گرفته می‌شود زیرا این ریسک به‌عنوان اولین عامل خطر سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود که در صورت افزایش عدم اطمینان در مورد بازده سهام، احتمال بدبینی و در نهایت خروج سرمایه سرمایه‌گذاران کلان و یا عموم مردم وجود دارد؛ بنابراین شناسایی عوامل مؤثر و پیش‌بینی دقیق این مسأله می‌تواند باعث کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران شود. طی سال‌های اخیر مطالعات زیادی در زمینه خطر سقوط قیمت سهام در داخل و خارج از کشور انجام گرفته است. بررسی این مطالعات نشان می‌دهد که طی ده سال گذشته تحقیقات زیادی در زمینه خطر سقوط قیمت سهام در داخل کشور انجام گرفته است. در تحقیقات مختلف از روش‌های مختلف اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام شامل، چولگی منفی، سیگمای حداکثری، دوره خطر سقوط قیمت سهام و

ضعف‌های عمده کنترل داخلی، نقدشوندگی، اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی، عدم تقارن اطلاعاتی، مراحل رشد و افول، اجتناب از مالیات، تمرکز مالکیت، راهبرد تجاری اکتشافی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد همچنین بین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی، نسبت قیمت به سود هر سهم، میانگین بازده واقعی، با خطر سقوط قیمت سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد. به‌طورکلی در مطالعات پیشین اثر متغیرهای مختلفی بر روی خطر سقوط قیمت سهام بررسی شده است اما در این پژوهش‌ها توجه زیادی به روش اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام نشده است و نتایج بر مبنای روش‌های مختلف به تفکیک بررسی نشده است. همچنین در زمینه پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام در سال‌های اخیر به ندرت از روش‌های جدید پیش‌بینی مانند الگوریتم‌های فراابتکاری شامل الگوریتم مورچگان، الگوریتم تجمعی ذرات، الگوریتم زنبور عسل و استفاده شده است که در سایر موضوعات مالی بیشتر مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

#### پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آینده، مطالعات خارج از کشور نیز مورد بررسی قرار گیرد، همچنین پژوهشگران می‌توانند مطالعات را بر مبنای روش‌های استفاده شده برای اندازه‌گیری خطر سقوط دسته‌بندی نموده و نتایج این مطالعات را به تفکیک مورد بررسی قرار دهند.

#### پی‌نوشت

۱. مشیری و همکاران، ۱۳۸۴.
2. Elsen.
3. Kanny et al.
۴. ساندر، ۲۰۱۰.
5. Chen et al, 2001.
۶. لی، وانگ و وانگ، ۲۰۱۷.
۷. کائو، آیا و جن، ۲۰۱۶.
۸. جین و مایرز، ۲۰۰۶، هاتن و تهرانیان، ۲۰۰۹.

نوسان پایین به بالا استفاده شده است که در برخی از این پژوهش‌ها هم‌زمان از هر چهار روش اندازه‌گیری استفاده شده است و در برخی دیگر یک یا دو روش مورد استفاده قرار گرفته است. همچنین در تعداد محدودی از این تحقیقات نتایج بر مبنای روش اندازه‌گیری تفکیک شده است. به‌طورکلی مطالعات پیشین را می‌توان از منظر نتایج به دست آمده و رابطه بین متغیرهای مورد بررسی با خطر سقوط قیمت سهام به سه دسته کلی شامل، مطالعاتی که نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین متغیرهای مستقل و خطر سقوط قیمت سهام هست، مطالعاتی که نشان داد رابطه منفی و معنی‌داری بین متغیرهای مستقل و خطر سقوط قیمت سهام وجود دارد و مطالعاتی که بیانگر عدم رابطه معنی‌دار بین متغیرهای مورد بررسی و خطر سقوط قیمت سهام هست. همچنین یک سری از مطالعات در که گروه سایر مطالعات بررسی شد، بدون توجه به رابطه بین عوامل مختلف با خطر سقوط قیمت سهام به روش‌های پیش‌بینی خطر سقوط قیمت سهام توجه نموده است که تعداد این مطالعات در داخل کشور انگشت‌شمار است. با بررسی این مطالعات مشخص شد که بین خطر سقوط قیمت سهام و متغیرهایی مانند محافظه‌کاری، مدیریت سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت حسابرسی، انعطاف‌پذیری مالی، سودآوری، بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت کیوتو بین، تداوم انتخاب حسابرس، تخصص حسابرس در صنعت، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه رییس هیأت مدیره، بدهی‌های کوتاه‌مدت، سررسید بدهی، پرداخت سود سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. درحالی‌که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران، اظهارنظر تعدیل‌شده، تجدید سازمان، هزینه اختیاری غیرعادی، جریان‌های نقدی عملیاتی غیرعادی، مدیریت سود مبتنی بر سلام تعهدی، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره،

۹. کیم، لی و ژانگ، ۲۰۱۱.
۱۰. ژو، لی، یانگ و جن، ۲۰۱۴.
۱۱. کیم و ژانگ، ۲۰۱۶.
۱۲. Hong & Stein, 2003.
۱۳. French & Roll.
۱۴. تنانی و همکاران، ۱۳۹۴.
۱۵. Bleck shouldse.
۱۶. Duffee.
۱۷. Kelly.
۱۸. Hotten et al.
۱۹. Benmalech et al.
۲۰. Jain & Mayers.
۲۱. Bleck & Lio
۲۲. باکر، روبک و ورگلر، ۲۰۰۷، شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶.
۲۳. Black & Cristy.
۲۴. Leverage Effects Theory.
۲۵. Blanchard & Watson.
۲۶. Stochastic Stock Price Bubble Model.
۲۷. بلانچارد و فیشر، ۱۹۷۶.
۲۸. کیندلبرگر، ۱۹۷۸.
۲۹. jan Meios.
۳۰. French et al.
۳۱. Risk Premium.
۳۲. Poterya & samers.
۳۳. عادل صباغ، ۱۳۹۱.
۳۴. دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱.
- منابع**
- احمدپور، احمد و زارع بهمنیری و کرامت الله رستمی (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس و اوراق بهادار، (۲۸)، ۲۹-۴۵.
- احمدی، محمدرمضان؛ محمدحسین قلمبر، و سید صابر درسه (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر اندازه مؤسسه حسابرسی و اظهار نظر حسابرس بر خطر سقوط آتی قیمت سهام»، مجله بررسی‌های حسابداری، (۱)۴، ۵۹-۳۷.
- احمدی، محمدرمضان و صابر درسه (۱۳۹۴)، «بررسی تداوم کوتاه مدت و بلندمدت انتخاب حسابرس بر خطر سقوط آتی قیمت سهام»، مجله دانش حسابداری مالی، (۲)۴، ۱۱۱-۱۳۶.
- احمدی، محمدرمضان و صابر درسه (۱۳۹۴)، «بررسی تأثیر دستکاری
- فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری، (۶)۲۱، ۱۵۳-۱۸۳.
- احمدی، محمدرمضان و صابر درسه (۱۳۹۵)، «بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، (۸)۴۲، ۳-۱۹.
- اعطایی زاده، رضا، رویا دارابی (۱۳۹۶)، «پیش‌بینی عوامل مؤثر بر خطر سقوط آتی قیمت سهام بر اساس روش شبکه عصبی شعاع‌مدار»، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، (۱۶)۸، صص ۹۵-۱۰۶.
- تنانی، محسن؛ علیرضا صدیقی و عباس امیری (۱۳۹۴)، «بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۳)۴، ۲۰-۱.
- حیدرپور، فرزانه؛ حسین رجب‌دوری و علی خلیفه شریفی (۱۳۹۵)، «ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام»، مجله پژوهش حسابداری، (۶)۳، ۲۲-۱.
- حسن زاده، برادران و وحید خانقاه (۱۳۹۷)، «تأثیر استراتژی متنوع‌سازی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی»، مجله دانش حسابداری، (۱)۹، صص ۶۳ تا ۹۰.
- حقیقت، آرزو (۱۳۹۲)، «تأثیر سرمایه‌گذاری نهادی بر هم‌زمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه حسابداری. دانشکده اقتصاد و علوم اداری. دانشگاه اصفهان.
- حاجی‌ها، زهره (۱۳۹۵)، «راهبرد تجاری تدافعی و اکتشافی، عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام»، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۳۱.
- حقانی فر، آناه. حمیدرضا شماخی و غلامعلی حاجی (۱۳۹۴)، «تأثیر شاخص‌های بنیادی سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در بازار سرمایه ایران»، دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت در قرن ۲۱، تهران.
- حسینی، سید علی و فتانه امجدیان (۱۳۹۶)، «بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام»، مجله دانش حسابداری، (۱)۸، صص ۷۵-۱۰۵.
- حسن زاده، رسول و نسا حشمت (۱۳۹۶)، «بررسی تأثیر متمایز انحراف از فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود در خطر سقوط قیمت سهام»، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی
- جعفری، محبوبه و زهرا شعاعی (۱۳۹۴)، «تأثیر مدیریت واقعی سود و رقابت بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های



عباسی، ابراهیم؛ علی شهرتی و مریم قدکچیان (۱۳۹۴)، «بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر خطر ریزش قیمت سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی»، دانش حسابداری، ۱۹(۵)، ۱۴۱-۱۶۲.

فروغی، داریوش و منوچهر میرزایی (۱۳۹۱)، «تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۴(۴)، ۷۷-۱۱۷.

فروغی، داریوش، منوچهر میرزایی و رساییان (۱۳۹۱)، «تأثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش مالیات، ۱۳(۱۳)، ۱۲۰-۷۰.

فروغی، داریوش؛ هادی امیری و منوچهر میرزایی (۱۳۹۰)، «تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱۰)، ۴۰-۱۵.

فروغی، داریوش و پیمان قاسم‌زاد (۱۳۹۴)، «تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام»، مجله دانش حسابداری مالی، ۲(۲)، ۷۲-۵۵.

فروغی، داریوش و امین ساکیانی (۱۳۹۵)، «تأثیر سررسید بدهی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام»، مجله پژوهش حسابداری، ۲۰، ۹۹-۱۱۶.

فولاد، فرزانه؛ احمد یعقوب‌نژاد، و عبدالرضا تالانه (۱۳۹۱)، «محافظه‌کاری و کاهش خطر سقوط قیمت سهام»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۳، صص ۱۱۸-۹۹، پاییز ۹۱

کعب عمیر، احمد و سپیده نامی (۱۳۹۶)، «بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، پنجمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد در شرایط تحریم، بابلسر، دانشگاه یزد، دانشگاه بوعلی سینا همدان، دانشگاه صنعتی نوشیروانی بابل و شرکت پژوهشی طرود شمال،

[https://www.civilica.com/Paper-IECEUS05-IECEUS05\\_029.html](https://www.civilica.com/Paper-IECEUS05-IECEUS05_029.html)

مشکی، مهدی و رضا فتاحی (۱۳۹۰)، «تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر ریسک کاهش قیمت سهام»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۶(۱)، ۱۳۶-۱۱۹.

مرادی، مهدی؛ مهدی ظهیری و پوریا اسدزاده (۱۳۹۳)، «پیش‌بینی درماندگی مالی مبتنی بر الگوریتم کاوش باکتری»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش‌های عالی غیر دولتی- غیر انتفاعی، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه امام رضا علیه‌السلام

مؤذنی، بیتا و یونس نهندی (۱۳۹۵)، «ارتباط بین استعداد مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام»، مجله مدیریت بهره‌وری، ۱۰(۳۹)، ۲۸۰-۲۴۷.

پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار»، اولین همایش ملی پژوهش‌های کاربردی حسابداری، مدیریت اقتصاد.

خانقاه، وحید، مهدی زینالی (۱۳۹۶)، «ارتباط بین نوآوری، هموارسازی سود و خطر سقوط قیمت سهام»، مجله بررسی‌های حسابداری، ۱۷(۱۷)، صص ۲۵-۵۰.

دیانتی، زهرا، محسن لطفی و کسری آزادبخش (۱۳۹۱)، «تأثیر مدیریت سرمایه در گردش مبتنی بر چرخه تبدیل نقدی «گیتمان» بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام»، مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۴(۱)، ۶۴-۵۵.

دیانتی، زهرا؛ مهدی مرادزاده و سعید محمودی (۱۳۹۱)، «بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام»، مجله دانش سرمایه‌گذاری، ۲(۱)،

دولو، مریم (۱۳۹۵)، «عدم شفافیت اطلاعات مالی، هم‌زمانی و ریسک ریزش قیمت سهام»، مجله حسابداری مدیریت، ۳۱(۳)، ۳۳-۳۱.

رحمنی، پروین؛ المیرا امسیا و الهه صرفی (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه ارزش در معرض ریسک و کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم.

رضوی، محمدرضا؛ زهرا لشگری و علی روحی (۱۳۹۳)، «تأثیر ضعف‌های عمده کنترل‌های داخلی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و حسابداری.

رستم نژاد، سحر (۱۳۹۱)، «بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر کاهش ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، واحد تهران شمال.

سادات شجاعی، زهرا (۱۳۹۴)، «تأثیر مدیریت واقعی سود و رقابت در بازار محصول بر خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب.

صدرالسادات، لیلا؛ سلمان ستوده‌نیا و علی امیری (۱۳۹۶)، «بررسی رابطه هموارسازی سود و خطر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های جدید در مدیریت حسابداری، ۲۱(۲)، ۲۳۰-۲۰۷.

طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ سلام عبدالله‌زاده و محمد هادی سارانی (۱۳۹۲)، «تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر کاهش ریسک ریزش قیمت سهام»، حسابدار رسمی، صص ۹۸-۸۶.

- and Rational Expectations, *Economics Letters* 1979; 3: 387-389, 2-10.
- Blum, c. & roli, a (2003) metaheuristics in combinatorial optimization overview and conceptual comparison, *ACM comput*, 35(3), P268-308
- Callen, J. L. and Fang, X. (2013). "Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation"? *Journal of Banki ng & Finance*, 37(8), 3047-3063.
- Campbell, J.Y. Hentschel, L. (1992). "No news is good news: An asymmTAXic model of changing volatility in stock returns". *Journal of Financial Economics*, 31, 281-318.
- Cao, C. Xia, C. & Chan, K.C. (2016). Social trust and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 46, 148-165.
- Chiam, S. Tan, K. & Mamun, A. (2009). A memetic model of evolutionary PSO for.
- Chen, J. H. Hong, (2001). "Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock price"s. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.
- Duffee, G.R. (1995). "Stock returns and volatility a firm-level analysis". *Journal of Financial Economics*, 37, 399-420.
- French, Kenneth, R. Schwert, G. William, & Stambaugh, Robert, F. (1987). Expected Stock Returns and Volatility. *Journal of Financial Economics*, 19, 3-29.
- Hutton, A.P. Marcus, A.J, Tehranian, H. (2009). "Opaque financial reports, R2, and crash risk". *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Hong, H. Stein, J.C. (2003). Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial Studies* 16, 487-525.
- Kim, J.B. & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk, *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Kim, J.B. and L. Zhang. (2015). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research* forthcoming.
- Kim, J.B. Li, Y. Zhang, L. (2011a). "Corporate TAX avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis". *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Xu, N.H. Li, X.R. Yuan, Q.B. Chan, K.C. (2014). "Excess perks and stock price crash risk: evidence from China". *Journal of Corporate Finance*, 25, 419-434.
- محمدزاده، حیدر؛ عیسی ابیضی؛ مهدی محبلی پور و سجاد گل محمدی (۱۳۹۶)، «تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر خطر سقوط قیمت سهام»، اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت، تبریز، مؤسسه آموزش عالی علم و فناوری شمس. AEMCNF01-AEMCNF01.150. [html-https://www.civilica.com/paper](https://www.civilica.com/paper.html)
- ملکیان، اسفندیار؛ حسین فخاری؛ جمال قاسمی و سروه فرزاد (۱۳۹۷)، «پیش بینی خطر سقوط قیمت سهام با استفاده از الگوریتم های فرا ابتکاری (الگوریتم تجمعی ذرات) و مقایسه با رگرسیون لجستیک»، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۹(۳۶).
- ملکیان، اسفندیار؛ حسین فخاری؛ جمال قاسمی و سروه فرزاد (۱۳۹۶)، «پیش بینی خطر سقوط قیمت سهام با استفاده از الگوریتم ژنتیک و مقایسه با رگرسیون لجستیک»، با تأکید بر نگرش انتخاب ویژگی، بورس اوراق بهادار، ۱۰(۴۰).
- نهندی، یونس و وحید تقی زاده (۱۳۹۶)، «تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتشار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی»، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱(۲۴)، ۴۰-۱۹.
- نصیرزاده، فرزانه؛ محمد رضا عباس زاده و محمد حسین آرانی (۱۳۹۶)، «بررسی تأثیر خوش بینی مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن بر روی ریسک سقوط قیمت سهام»، فصلنامه حسابداری مالی، ۳۴(۹)، صص ۷۰-۳۵.
- ودیعی، محمد حسین و امین رستمی (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری مالی، ۲۳(۶)، ۴۳-۶۶.
- واعظ، علی و صابر درسه (۱۳۹۵)، «بررسی تأثیر تخصص حسابرس در صنعت بر رابطه بین اجتناب از مالیات و خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت های دارویی و غیر دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله حسابداری سلامت، ۵(۷۹)، ۱۰۶-۱۰۷.
- یوسفی، نجم (۱۳۹۵)، «بررسی رابطه بین پارادایم مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، نخستین کنفرانس بین المللی پارادایم های نوین مدیریت هوشمندی تجاری و سازمانی.
- Bradshaw, Mark, T. Hutton, Marcus, Alan J. & Tehranian, Hassan (2010). *Opacity; Crash Risk and Option Smirk Curves*. Boston College;
- Bleck A. Liu, X. (2007). "Market Transparency and the Accounting Regime". *Journal of Accounting Research*, 45, 229-256.
- Blanchard, Oliver (1979). *Speculative Bubbles, Crashes*